



# INDUSTRY 4.0

ANALYSGUIDEN, UPPDRAGSANALYS  
23 juli 2019

**H&D Wireless**  
FLYTTAR FRAM POSITIONERNA

# Innehåll

|   |    |
|---|----|
| Flyttar fram positionerna .....                   | 2  |
| Temperatur .....                                  | 3  |
| Ledning och styrelse .....                        | 3  |
| Ägare .....                                       | 3  |
| Finansiell ställning .....                        | 3  |
| Potential .....                                   | 3  |
| Risk .....  | 3  |
| IoT tar steget in i industrin .....               | 4  |
| Produkter och tjänster .....                      | 5  |
| Produktionsoptimering ger stora besparingar ..... | 6  |
| Försäljning och befintlig kundbas .....           | 7  |
| Förvärv av MVV Holding kan ge synergier .....     | 8  |
| Marknad .....                                     | 9  |
| Konkurrenter .....                                | 10 |
| Prognoser och värdering .....                     | 11 |
| DCF-värdering .....                               | 13 |
| Disclaimer .....                                  | 14 |

# Flyttar fram positionerna

Även om intäkterna inte blir så stora i närtid gör H&D Wireless betydande framsteg mot viktiga storkunder. Det gäller främst verkstadsindustrin där bolaget nu har sin största offert någonsin. På byggsidan sker en breddning från säkerhet till verktygsövervakning. Övertagandet av MVV godkändes den 19 juli, vilket innebär att samgåendet kan ske och synergier börja förverkligas.



Begreppet Industri 4.0 introducerades för några år sedan i Tyskland och refererar till den fjärde industriella revolutionen. Genom att koppla ihop maskiner, delar och system så kan industriföretagen skapa intelligenta nätverk längs hela värdekedjan som automatiskt samverkar och optimerar processer och

flöden. Centralt för Industri 4.0 är internet anslutning (IoT) och digitalisering till exempel genom positionering (RTLS) av maskiner, varor och råvaror. Tillsammans utgör de kärnan för det som kallas industriell IoT (IIoT).

H&D Wireless, som arbetat med IoT i ett decennium, har vidareutvecklat sig med ett positioneringssystem och en molnbaserad mjukvara. Dessa kan tillsammans anpassas för stöd och optimering av tillverknings- och verksamhetsprocesser med stora produktionsbesparingar (GEPS). H&D Wireless har en fördjupad dialog och pilotinstallationer med flera potentiella kunder som till exempel Scania och Skanska samt har fått en tilläggsorder av Keolis. Under andra kvartalet lade H&D Wireless sin största offert någonsin till ett svenskt storföretag inom verkstad.

H&D Wireless fick in nyemissionen om 26 miljoner kronor under kv2/2019. Den 19 juli slutfördes förvärvet av majoriteten i MVV Holding. Vi kommer i vår kassaflödesvärdering fram till en riktkurs på 6,5 kronor per aktie i vårt Bas-scenario jämfört med tidigare 6,1 kronor. Detta DCF-värde varierar från 1,8 kronor per aktie (tidigare 2,2 kronor) i Bear-scenariot till 9,4 kronor (tidigare 8,7 kronor) i Bull-scenariot.

Förbättringen beror på att vi prognostiserat något mindre negativa rörelseresultat 2019 och 2020 samt ett något lägre bedömt kapitalbehov (behov av nyemissioner).

## Utfall och riskjusterade prognoser, Bas-scenario

|                        | 2017  | 2018  | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättning             | 4,0   | 18,5  | 33,2  | 74,3  | 129,3 | 187,7 |
| Rörelseresultat        | -16,5 | -29,5 | -24,1 | -8,4  | 14,5  | 40,0  |
| Årets resultat         | -16,5 | -30,2 | -25,4 | -10,4 | 9,9   | 30,8  |
| Resultat per aktie, kr | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | 0,20  | 0,61  |
| P/E-tal, ggr           | n.m.  | n.m.  | n.m.  | n.m.  | 14,1  | 4,5   |
| Nettokassa*            | 26,7  | 6,2   | 5,9   | 9,8   | 8,0   | 23,4  |
| Eget kapital*          | 44,5  | 40,3  | 53,4  | 68,0  | 77,9  | 108,7 |

\*Inklusive antagna nyemissioner. Källor: Bolagets finansiella rapporter (historiska utfall), Carlsquare (prognoser).

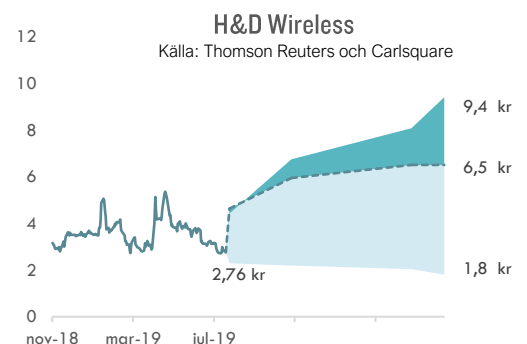
Datum: 23 juli 2019  
Analytiker: Bertil Nilsson, Carlsquare

Företagsnamn: H&D Wireless  
Lista: NASDAQ FIRST NORTH  
Vd: Pär Bergsten  
Styrelseordförande: Peter Dahlander  
Marknadsvärde: 91 MSEK  
Senast: 2,76 SEK  
Kort om H&D Wireless: H&D Wireless har sedan starten sålt standardiserade moduler för trådlös uppkoppling mot internet. Bolaget har också utvecklat en egen IoT-plattform GEPS, "Griffin Enterprise Positioning Service" som gör det möjligt att trådlöst övervaka, analysera och styra flöden av information. Detta verktyg ger möjlighet att hjälpa främst industrikunder att digitalisera sin verksamhet. Bolaget har omkring 30 anställda med kontor i Kista, nordvästra Stockholm samt ytterligare 30 hos bolaget MVV som är under övertagande.

Möjligheter och styrkor: Bolaget behåller genom sin VD, grundare och huvudägare samt många i teamet runt honom, radioteknologi och systemlösningar med över 30 års erfarenhet av telekom. Bolaget har sedan 2009 sålt produkter riktade mot trådlösa applikationer vilket innebär att kontakterna i sektorn är väl utarbetade. Med sin molnlösning kan en attraktiv lösning erbjudas för industrikunderna att öka kontrollen över materialflöden och spara betydande kostnader. Bolaget har en rad väletablerade referenskunder, inte minst efter förvärvet av MVV.

Risker och svagheter: Försäljningsprocesserna mot industrikunderna pågår i flera steg och är innan det blir kommersiella leveranser. Bolaget går med förlust och behöver hålla en hög aktivitet inom forskning och utveckling samt därtill bedriva en omfattande försäljningsverksamhet. Flera nyemissioner har gjorts och ytterligare kan bli aktuella längre fram. Bolaget adresserar en stor marknad, där konkurrensen ökar.

Värdering: **Bear** 1,8 kr      **Bas** 6,5 kr      **Bull** 9,4 kr



## Temperatur

### Ledning och styrelse



Företagets ledningsgrupp består av nio personer varav nästan samtliga har minst 20 års erfarenhet inom sina områden som telekom eller teknologibolag, produktutveckling, försäljning och finansiell styrning. Även styrelsens ledamöter har genomgående en tung telekombakgrund, där i stort sett alla är civilingenjörer.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

### Ägare



VD Pär Bergsten äger via holdingbolag 17 procent av kapitalet och 51 procent av rösterna i H&D Wireless. I ledningsgruppen återfinns även Carl Elgh (VP Marketing) samt Åke Jernberger (VP Engineering) bland de tio största delägarna med mellan en och två procent av aktiekapitalet vardera.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning



Bolaget tog under slutet av april 2019 in en företrädesemission om 26 miljoner kronor. Den kassaflödesmässiga förlusttakten ligger på cirka 10 miljoner kronor per kvartal. Koncernen behöver öka sin försäljning kraftigt under 2019 för att inte kassan åter ska tryta mot slutet av året. Ett alternativ är att skaffa sig industriella partners vilket vara på gång med diskussioner och intresse. Som en följd av den genomförda företrädesemissionen höjer vi betyget från 2 till 4.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets Finansiella ställning.

### Potential



Att med hjälp av sin IoT-tjänst ha möjlighet att potentiellt spara hundratals miljoner kronor åt större multinationella industrikunder borde kunna rendera i order på åtminstone tiotals miljoner kronor på enskilda konton, dock sannolikt först mot slutet av 2019 eller början av år 2020. Givet nuvarande bredd med 25 kunder varav flertalet i tidig fas lär det stora intäktslyftet snarare komma år 2021 eller 2022.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

### Risk



H&D Wireless verkar med en teknologi som är relativt ny och ännu inte utprovad i större skala. Samtidigt är den genom sin potentiella storlek intressant för andra aktörer, vilket medför att konkurrensen ökar. Företaget är därtill beroende av att ledande befattningshavare med lång upparbetad kunskap inom radioteknologi blir kvar på sina poster. Köpet av MVV bör dock kunna minska risken genom en diversifiering.

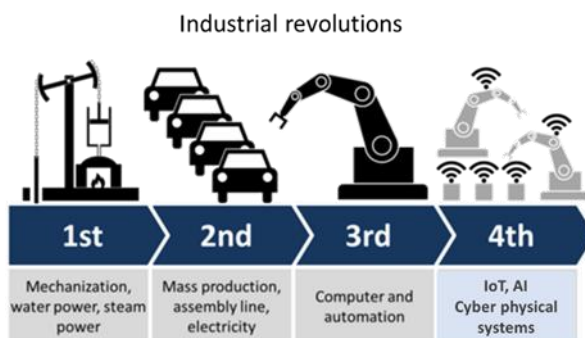
Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.

## IoT tar steget in i industrin

I den första industriella revolutionen, för ca 200 år sedan, ersattes den mänskliga muskelkraften med kraften från ångmaskiner och vattenhjul. Produktiviteten ökade dramatiskt som en följd av det. Därefter har industrin genomgått flera paradigmskiften som vart och ett drastiskt har förbättrat produktiviteten och lett till en högre grad av automatisering. I dagens uppkopplade samhälle är nästa steg i utvecklingen att maskiner ska kunna kommunicera med varandra i fabriken i smarta nätverk. Industri 4.0. Det är en stark trend som startade i Tyskland för några år sedan, ett land som även varit ledande inom robotiseringen av sin industri i ett europeiskt perspektiv. Genom att koppla ihop maskiner, delar och system kan industriföretagen skapa intelligenta nätverk längs hela värdekedjan som automatiskt samverkar och optimerar processer och flöden. Centralt för Industri 4.0 är internet anslutning (IoT), digitalisering av processer och positionering (RTLS) av maskiner, varor och råvaror. Tillsammans utgör de kärnan för det som kallas industriell IoT (IIoT). Information om var material, verktyg och människor befinner sig i fabriken är värdefull för de tillverkande verkstadsbolagen. Främst gäller det hantering av materialflöden, där en lägre kapitalbindning kan spara stora pengar för kunden. Materialandelen varierar men inte sällan utgör den minst 50 procent och ibland mer av de som faktureras beställaren.

H&D Wireless har sedan starten 2009 levererat mer än 1,1 miljoner standardiserade radiomoduler som kan fästas på alla typer av utrustning och varor för anslutning till internet. Med en mycket stark bakgrund inom utveckling av RF-system beslutade företagsledningen för ett par år sedan att vidareutveckla verksamheten genom att ta fram en industrianpassad lösning för IoT tillsammans med tjänster som på olika sätt stöder industriella processer och verksamhet. Dessa möjliggör kvalitetsförbättringar och kostnadsbesparingar. Idag har H&D Wireless en färdig AaaS (Application as a Service) produktportfölj som de positionerar mot i första hand svenska industri-företag. Inom några år är målet att vara en ledande aktör inom nordisk IIoT.

### Illustration av de fyra olika stegen inom den industriella revolutionen

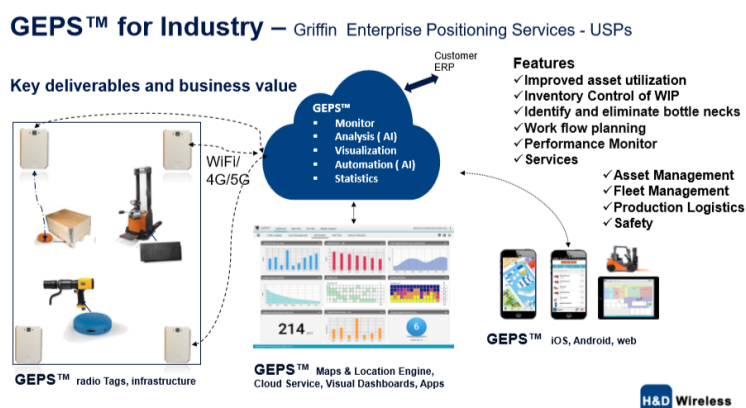


Källa: Bolagets finansiella rapporter

## Produkter och tjänster

Kärnan i H&D Wireless lösningar är ett industrianpassat realtidspositioneringssystem som kallas Griffin Enterprise Positioning Services (GEPS). GEPS innehåller radiomoduler för internetanslutning samt snabb och noggrann positionering. Olika radioteknologier kan användas beroende på applikationskrav. En molnbaserad mjukvara svarar för informationsinsamling, analys och bearbetning av data. Grafiska gränssnitt presenterar den bearbetade datainformation för användaren. Molnmjukvaran kan kopplas till MES, ERP, CRM och andra affärstödssystem.

Illustration GEPS lösning för industriföretag - med positionering av verktyg, maskiner och människor samt lagring av information via en molnlösning (Griffin)



Källa: Företagets presentationsmaterial.

Bolaget har idag tre intäktbringande produktområden;

Connectivity och IoT: Utvecklar och säljer standardmoduler med tillhörande mjukvara som möjliggör trådlös uppkoppling mot internet. Detta produktområde jobbar med hård- och mjukvara till trådlösa moduler samt på uppkopplingssidan med drivrutiner och mjukvarumodeller.

Labs (R&D): Utvecklar och säljer hela projekt och kundanpassade lösningar som möjliggör trådlös uppkoppling mot internet. Denna enhet ansvarar även för all teknisk utveckling inom koncernen. Labs jobbar inom samtliga tre områden: från hårdvara som anpassas till en specifik produkt, över uppkoppling (anpassning av mjukvara och drivrutiner) till värdeadderade tjänster (uppkoppling till internet-anpassade tjänster).

GEPS Utvecklar och säljer GEPS system för positionering och övervakning av utrustning, inventarier, verktyg och människor i realtid. Enterprise jobbar enbart inom området värdeadderade tjänster. Intäkterna utgörs av licensavgifter för AaaS.

MVV tillför ytterligare tre produktområden: Konsulter, MES programvara som molntjänst ("Casat") samt Collaborativ Robotstationer, se beskrivning om förvärvet senare.



Bilder på de fyra applikationsområdena för GEPS: Industri, bygg, buss (parkering) och Upplevelse (Lekland)

### Applications – where real time data adds value



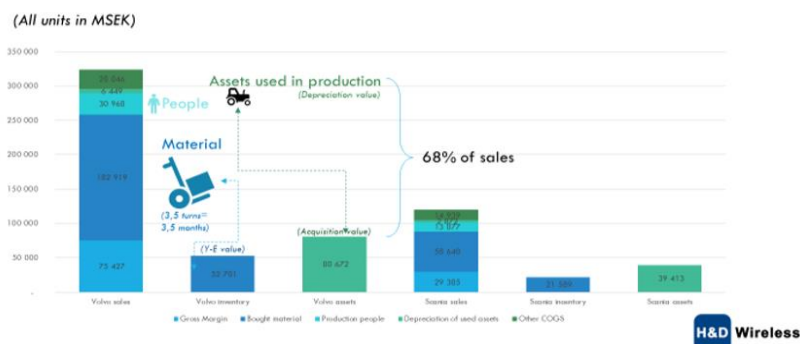
Källa: Bolagets presentationsmaterial.

## Produktionsoptimering ger stora besparingar

Produktionslogistik, säkerhetsprocedurer samt ett effektivt utnyttjande av utrustning och transportfordon motsvarar mycket stora värden för tillverknings- och byggföretag. För tillverkande företag som exempelvis Volvo och Scania motsvarar värdet i tillgångar, material och personal 2/3 av bolagens omsättning. Som ett exempel omsatte Volvokoncernen omkring 390 miljarder kronor och redovisade kostnad för dessa sålda varor på cirka 300 miljarder kronor helåret 2018. En optimering av processer och hantering kan skapa stora kostnadsbesparingar och möjlighet till kvalitetsförbättringar.

Illustration av fördelning och storlek på värdet av maskiner, verktyg och fordon hos ett industriföretag

### GEPS IMPACT ASSETS, PEOPLE AND MATERIAL EQUIVALENT TO 68% OF SALES



Källa: Företags presentationsmaterial.

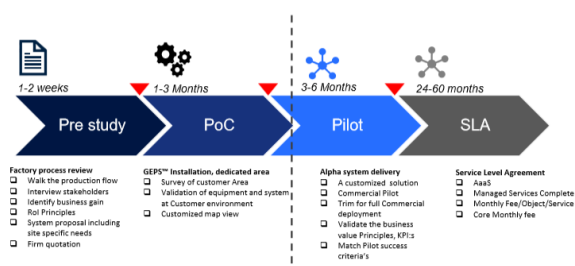
## Försäljning och befintlig kundbas

H&D Wireless potentiella kundbas utgörs främst av de stora skandinaviska tillverknings- och byggföretagen som till exempel Volvo, Scania och Skanska.

Industriell RTLS och IIoT är relativt nya marknader. En av de stora utmaningarna för bolaget är att tjänsteerbjudandena måste kundanpassas och valideras, vilket leder till en komplex försäljningsprocess med långa säljcyklar.

Illustration av de fyra olika införsäljningsstegen gentemot kund för en industriell IoT-installation

### GEPS™ Griffin Enterprise Positioning Services Customer Engagement process



Källa: Företags presentationsmaterial.

När väl en lösning är validerad och accepterad av en kund kan samma lösning implementeras på flertalet sites. Det innebär att varje kundrelation på sikt kan generera stora totala intäkter. Idag har H&D Wireless test- och pilotinstallationer med ledande tillverkning-, bygg- och bygguthyrningsföretag som Scania, Skanska och Cramo samt genombrottsbeställningar från transportföretaget Keolis och leklandet Exploria. H&D Wireless är också delaktiga i den smarta fabrikstestläggning som Scania byggt i Södertälje. Denna utgör ett fantastiskt marknadsfönster och plattform för försäljning även mot andra industrikunder som besöker anläggningen.



H&D Wireless är involverade och representerade i Scantias

konceptanläggning för Smart Factory i Södertälje. Det finns flera

pågående test- och utvärderingsprojekt samt att GEPS kommunicerar över Ericssons 5G-nät som är installerat här.



Bolaget driver en förstudie inklusive demonstrator tillsammans med

Skanska som adresserar säkerheten på byggarbetsplatser. Genom realtidspositionering av personal och säkerhetskritisk verksamhet kan olyckor förebyggas.



H&D Wireless har genomfört ett pilotprojekt tillsammans med

Cramo där verktyg realtidspositionerades och övervakades för att förbättra spårbarheten av bolagets tillgångar. Här finns en potential att involvera andra större byggbolag i sektorn.



Företaget har tecknat avtal med Keolis avseende en lösning och

värdeskapande tjänst där bussar positioneras på bolagets depåer i

Stockholm, Tilläggsordern under kv1/2019 var värd cirka 200 tusen kronor och det finns en avsiktsförklaring från Keolis med ett kontraktvärde av 5 miljoner kronor.





H&D Wireless har levererat en lösning och pågående molntjänst till Exploria, Europas största inomhuslekpark, sedan oktober 2017.

Denna omfattar realtidspositionering av lekande barn och kontantlös betalning.

Vid sidan av dessa fyra officiella kunder är H&D Wireless största samarbetspartner för närvarande ett annat stort svensk verkstadsföretag som blivit allt mer intresserade av att kartlägga sitt eget materialflöde i en produktionsmiljö som har en låg automatiseringsgrad.

Vidare har H&D Wireless nyligen lagt en offert som är den största i bolagets historia och riktat mot ett annat nordiska storföretag inom verkstadssektorn. Denna offert kan om den förvandlas till en beställning utökas till att omfatta flera delar av kundens tillverkningskedja.

Den 15 april 2019 tillkännagavs att ett förslag till avsiktsförklaring hade ingåtts mellan H&D Wireless och ett kinesiskt bolag. Det kinesiska bolaget har en internationell närvaro och är verksamma inom fiber och telekom. Avtalets värde (om det förverkligas, vilket inte är säkert och i så fall väntas ske under kvartal 3/2019) uppskattat till 80 miljoner kronor i investering fördelat mellan H&D Wireless i Sverige och ett joint-venture i Kina plus licensintäkter under de tre närmaste åren. H&D Wireless skulle i så fall äga 10-49 procent i ett sådant samriskbolaget medan den kinesiska partnern i så fall blir majoritetsägare i det nya bolaget. Tentativt skulle H&D Wireless tillföra immateriella rättigheter, kunskap och vissa stödfunktioner till bolaget, medan den kinesiska partner kommer att tillföra 30 till 50 miljoner kronor i kapital.

Förutom ytterligare en sådan potentiell samarbetspartner i Kina som kan tänka sig att bli distributör av bolagets produkter skulle H&D Wireless också kunna välja att etablera ett eget kontor i Kina och då kunna nå fler potentiella kunder på egen hand. Vår anmärkning här är att bolagets finansiella resurser för närvarande knappast tillåter en sådan satsning, varför ett samarbete med en finansiell eller strategisk industriell partner är lämpligt.

## Förvärv av MVV Holding kan ge synergier

I mars 2019 lade H&D Wireless ett offentligt bud på samtliga aktier i MVV Holding AB. Detta bolag säljer produkter och tjänster inom fordonsindustrin och redovisade 2018 intäkter på 35 miljoner kronor. Vi uppskattar att MVV Holdings intäkter under första halvåret 2019 blir cirka 18 miljoner kronor. Dess majoritetsägare KUREN AB org.nr 556464-6510, som äger 52,85 procent av röstetalet i MVV Holding AB har åtagit sig att acceptera det Publika Budet. Processen försenades och det offentliga budet godkändes av FI först den 19 juli 2019. Nu löper acceptfristen för MVV Holdings tidigare aktieägare till och med 22 augusti 2019. Vi har inkluderat MVV Holding i H&D Wireless-koncernens räkenskaper från tredje kvartalet 2019, vilket är tre månader senare än vår tidigare bedömning.

MVV grundades 1990 och har sedan starten levererat kvalificerade produkter och tjänster inom effektiva industrialiseringsprocesser främst riktad mot kundernas monteringslinor. Bolaget är en nischad leverantör med fokus på globala kunder, främst verksamma inom fordonsindustrin. Bland bolagets kunder kan nämnas Volvo AB, Volvo Car Corporation AB, Parker Hannifin AB, Borg Warner AB och Nevs AB. Bolaget har ett par centrala etableringar vid Volvos fabriker i Vara och Skövde.

Det finns en tydlig möjlighet med en gemensam produktplan för tillverkande industri för de båda verksamheterna. De har en stor potential att möta många av de frågeställningar som svensk och europeisk industri har framför sig där man nu sätter in stora resurser för att digitalisera och effektivisera, dvs det som allmänt benämns Industry 4.0 och Smart Factory.

MVVs kunder har ett snabbt ökande behov av IoT lösningar för maskin och processövervakning vilket förväntas ge en ökad försäljning av IoT enheter redan 2019. MVV och HDW har samma kundbas och produkterna kompletterar varandra väl. MVV har en mjukvaruprodukt, Casat™, för monteringslinan och HDW har ett positioneringssystem GEPS™ för hantering av materialflödet till monteringslinan. Casat version 3 har varit i drift hos fem stora verkstadskunder sedan 2014 och har genererat intäkter om totalt 21 miljoner kronor under de senaste tolv åren. Den nya koncernens två olika system kan dra nytta av realtidsinformationen sinsemellan, vilket även till en del kunder kommer att kunna erbjudas som ett paket. Casat™ 4.0, som släpps 2019 beräknas tillföra en betydande omsättningsökning från 2020.

#### Illustration av att H&D Wireless och dess förvärv MVV Holding har synergier (1+1=3)



Källa: Företags presentationsmaterial.

## Marknad

IoT-marknaden kan beskrivas som en värdekedja i tre olika delar,

Först en kommunikationshårdvara för anslutning av sensorer till internet. Dessa utgörs främst av moduler som via olika tekniker (t.ex. WiFi, UWB eller Bluetooth) kan kommunicera mot en server, smartphone eller tablet.

I nästa steg behövs det en mjukvara för att samla in data från sensorerna.

I sista steget tillkommer de värdeadderande tjänsterna, där data från sensorerna lagras, bearbetas och sedan analyseras av någon som kan använda informationen till att exempelvis åtgärda flaskhalsar och/eller se till att material transporteras från punkt a till punkt b. Alternativt att undvika att beställa nytt material när det redan finns på plats.

Generellt är analytikerna ganska eniga om att värdemässigt väntas hårdvaran och uppkopplingarna utgöra omkring 20 procent eller mindre av den totala IoT-marknadens värde. Samtidigt bedöms de värdeadderande tjänsterna motsvara 80 procent eller mer år 2025 enligt McKinsey. Tillväxten väntas vara

relativt störst inom de värdeadderade tjänsterna de närmaste åren.

Den globala och totala IIoT- och smarta fabriksmarknaden bedöms idag vara värd ca 160 miljarder USD för att under de närmaste åren växa med cirka 10 procent i genomsnittlig årstakt.

Illustration av den industriella IIoT-marknaden som ett processflöde och dess storlek (225 miljarder USD).



Tot: \$225 billions

Källa: Bolagets presentationsmaterial

## Konkurrenter

H&D Wireless produktområden är länkade till varandra och utgör tillsammans lösningar och tjänster för industriell IIoT. Marknaden för industriell IIoT är ny och håller fortfarande på att definieras. Bolaget möter olika konkurrenter för varje affärsområde.

Inom produktenheten GEPS finner vi idag en mängd aktörer som arbetar med lösningar för realtidspositionering (RTLS). Det är en marknad med drygt ett decennium på nacken. Där hittar vi det brittiska företaget Ubisense som har en stark ställning inom automatisering och digitalisering av fordonsindustrin och som nyligen renodlade sin RTLS verksamhet. Där finns även amerikanska bolag som Zebra och Airista som båda har RTLS-lösningar som en del i bredare positionerings-erbjudanden. Men även HP som mestadels satsar på sjukhus i USA. Liksom Siemens Industrial som nyligen köpte ett tyskt RTSL-bolag med fokus på fordonssektorn. Ytterligare en aktör inom Enterprise-segmentet är Sony (tidigare Sony Ericsson) som satsar på RTSL inom sjukhus.

Inom Labs (bolagets forskning och utveckling samt försäljning av projekt och kundanpassade lösningar) möter H&D Wireless konkurrens från teknikinriktade konsultföretag som Tieto, ÅF och Sigma Connectivity. Men även från telekomoperatörer som DT och Telenor som vill klättra i värdekedjan.

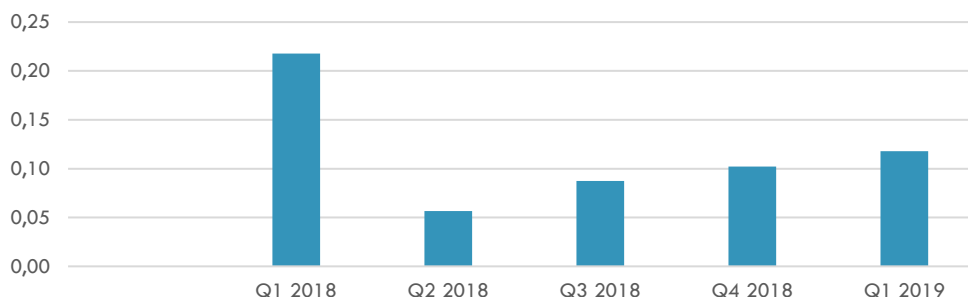
Inom Connectivity som utvecklar standardmoduler med tillhörande mjukvara för trådlös uppkoppling mot internet hittar vi konkurrenter inom modul-försäljning som Redpine Signals Inc, Telit, u-blox, Panasonic US/EU, Alphas EU och Murata US/EU. Inom de mer avancerade modulerna finns Intel, Laird och Azurewave.

Sammantaget bedömer vi dock inte att konkurrensen är det största hotet mot bolaget på kort sikt. Det kommer att bli mer aktuellt i takt med att marknaden växer och mognar. En konsolidering av sektorn på längre sikt förväntas i likhet med de flesta nya och växande områden. Det skulle kunna leda till uppköp av H&D Wireless, något som nuvarande VD och huvudägare har erfarenhet av redan idag då hans tidigare bolag har köpts upp för hundratals miljoner kronor vardera.

## Prognoser och värdering

H&D Wireless behöver öka sina intäkter snabbt för att kunna nå break-even och minska behovet av ytterligare nyemissioner efter den som nu genomförs. Bolaget hade endast intäkter på omkring 1 miljon kronor per kvartal under 2018, medan kostnaderna uppgick till omkring 30 miljoner kronor på helåret. Redovisningsmässigt aktiverade bolaget kostnader på närmare 13 miljoner kronor under helåret 2018. Det gjorde att resultatet efter finansnetto stannade på minus 29,5 miljoner kronor för helåret 2018. Räknat på kostnadsnivån under kv1/2019 behövs årliga intäkter på omkring 45 miljoner kronor innan koncernen kan redovisa ett nollresultat utan att samtidigt behöva aktivera något nedlagt arbete. Oaktat investeringsbehov samt förändringar i rörelsekapital är detta samma som kassaflöde, vilket leder fram till bolagets bedömda framtida likviditet.

### Långt kvar till break-even, H&D Wireless I/K-tal kv1 /2018-kv1/2019



Källa: Bolagets finansiella rapporter.

Förvärvet av MVV Holding väntas genomföras omkring halvårsskiftet 2019 och då förändrar bilden till det bättre. H&D Wireless kommer via en apportemission av nya H&D Wireless-aktier att köpa en årlig omsättning på mellan 35 och 40 miljoner kronor för litet drygt 8 miljoner kronor i börsvärde vilket endast ger en utspädning av befintlig aktiestock med omkring 7 procent. Det betyder att koncernen proforma inklusive MVV Holding ligger på en omsättning på cirka 50 miljoner kronor. MVV Holding ligger för närvarande enligt vår bedömning på en mindre förlust om några enstaka miljoner kronor i årstakt. Detta kan förbättras bland annat om försäljningen av detta bolags mjukvara Casat skulle komma igång.

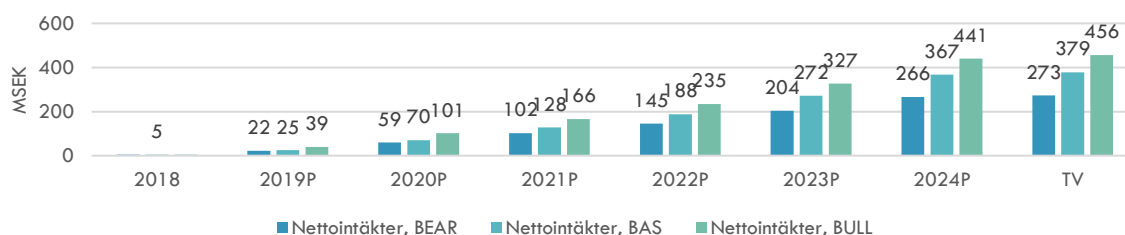
I två grafer på nästa sida illustrerar vi våra intäkts- och rörelseresultatprognoser för H&D Wireless-koncernen för perioden 2019-2024 inklusive MVV Holding. 2019 lär bli ett år av fortsatta pilotstudier och kvalificering för pilotstudier av GEPS-systemet ute hos industrikunder. Flertalet av bolagets 25 kunder befinner sig i första eller andra fasen av totalt fyra innan det blir ett kommersiellt kontrakt. Vi tror på

ökade intäkter från och med andra halvåret 2019. Från och med första kvartalet 2020 tror vi att försäljningen mot industrisegmentet tar fart på allvar. Lönsamheten är helt avhängigt av försäljningsmixen, där resultatbidraget bör bli väsentligt högre om bolaget säljer sina lösningar till exempelvis Scania och Volvo jämfört med till Keolis. Värdet för industrin av positioneringstjänsterna är högre eftersom det handlar om stora värden att effektivisera materialflödena och minska kapitalbindningen.

Smarta parkeringstjänster (Keolis) är väsentligt lägre prissatta, vilket vi har sett flera exempel på. H&D Wireless egen målbild är att omkring 70 procent av koncernens intäkter (före MVV-förvärvet) skall komma från produkten GEPS år 2023, det vill säga i huvudsak värdeadderade tjänster med de högsta rörelsemarginalerna.

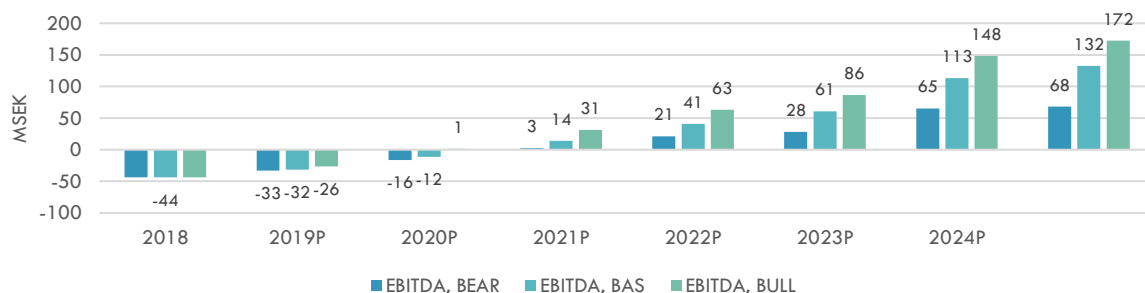
Vi har byggt våra prognoser på kvartalsbasis i Bas-scenariot och sedan antagit högre respektive lägre intäkt- och som en konsekvens av det rörelseresultatutfall i våra Bull- respektive Bear-scenarion. En extra försäljningskrona har antagits på marginalen öka eller minska koncernens rörelseresultat initialt med 35 procent för att mot slutet av prognosperioden öka till en resultat effekt på drygt 50 procent. Det sammanhänger med att vi antar att en växande andel av koncernens intäkter kommer att utgöras av värdeadderade tjänster med högre marginaler jämfört med försäljning av hårdvara och grundläggande uppkopplingstjänster som lär dominera initialt. Men också att kostnaden för skräddarsydda kundpassningar av tjänstelösningar med GEPS-systemet kommer att minska över tid, i takt med att fler kundcase delvis kan återanvändas på ny tillkommande kunder.

### Prognoser, Intäkter (miljoner kronor)



Källa: Carlsquare.

### Prognoser, EBITDA (miljoner kronor)



Källa: Carlsquare

## DCF-värdering

Vi har beräknat nuvärdet av bedömda framtida kassaflöden med en diskonteringsränta om 16,2 procent. Denna är härledd som riskfri ränta på en tioårig svensk statsobligation om noll procent (egentligen minus 0,12 procent), Med hänvisning till PwC:s rapport "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden" har vi satt riskpremien för en väldiversifierad aktieportfölj till 6,8 procent och adderat en småbolagspremie på 4,2 procent. Vidare har vi antagit ett beta-tal på 1,2 ggr. Slutligen har vi lagt till en företagspecifik riskpremie om 3 procent för att nå fram till den tidigare nämnda kalkylräntenivån. För att beräkna restvärdet har vi antagit att koncernen kan nå en årlig intäkstillväxt om 3 procent bortom prognosperioden i Bas-scenariot, en parameter som varierar från 2,5 procent evig tillväxt i Bear-scenariot till 3,5 procent i Bull-scenariot.

En viktig del av vår kassaflödesvärdering har också varit att studera hur mycket och när i tiden bolagets kassa behöver fyllas på. Det antas ske genom nyemissioner till 7,5 procent rabatt relativt nuvarande aktiekurs. Trots höga intäkter och vinster mot slutet av prognosperioden (2023 - 2024) i samtliga tre scenarion bedömer vi samtidigt att bolaget i början av perioden (2019 - 2020) behöver tillskjuta nytt kapital och att antalet aktier därmed kommer att öka. Antagna nyemissionsbelopp är angivna för vart och ett av våra tre scenarion i tabellen nedan.

Vi kommer fram till ett motiverat värde för H&D Wireless-aktien på 6,5 (6,1) kronor i Bas-scenariot. Det beror på att vi antagit ett något bättre rörelseresultat 2019-2020 (mindre förlust) samt ett något mindre kapitalbehov jämfört med vår grundanalys daterad 2 april 2019. DCFvärdet varierar från som lägst 1,8 kronor per aktie (tidigare 2,2 kronor) i Bear-scenariot till 9,4 kronor per aktie (tidigare 8,7 kronor) i Bull-scenariot.

### DCF-värdering

|  | Bear       | Bas        | Bull       |
|--|------------|------------|------------|
| Wacc                                     | 16,2%      | 16,2%      | 16,2%      |
| CAGR, 2019 – 2024p                       | 61%        | 72%        | 78%        |
| Tillväxt, evighetsvärde                  | 2,5%       | 3,0%       | 3,5%       |
| EBITDA-marginal år 2024                  | 24%        | 31%        | 34%        |
| Rörelsekapitalbindning/omsättning per år | 7,0%       | 8,0%       | 9,0%       |
| Rörelsevärde (EV), mkr                   | 76,3       | 263,0      | 393,1      |
| Nettokassa, mkr*                         | 29,7       | 29,7       | 29,7       |
| Nyemissioner 2019 -2022, mkr             | 60,0       | 40,0       | 35,0       |
| Nuvärde teckningsoptioner, mkr           | -          | 32,9       | 32,9       |
| Aktievärde, mkr                          | 106,0      | 325,6      | 455,8      |
| Antal aktier efter utspädning, miljoner  | 58,3       | 50,5       | 48,5       |
| <b>Värde per aktie, SEK</b>              | <b>1,8</b> | <b>6,5</b> | <b>9,4</b> |
| Implicit EV/Sales, 2022P                 | 0,5x       | 1,4x       | 1,7x       |
| Implicit EV/EBITDA, 2022P                | 3,6x       | 6,4x       | 6,2x       |

Nettokassa per 31/3 2019 plus nyemission (netto) om 23,5 miljoner kronor i mars/april 2019. Källa: Carlsquare



## Disclaimer

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.